

Novembre / décembre 2024

A retenir

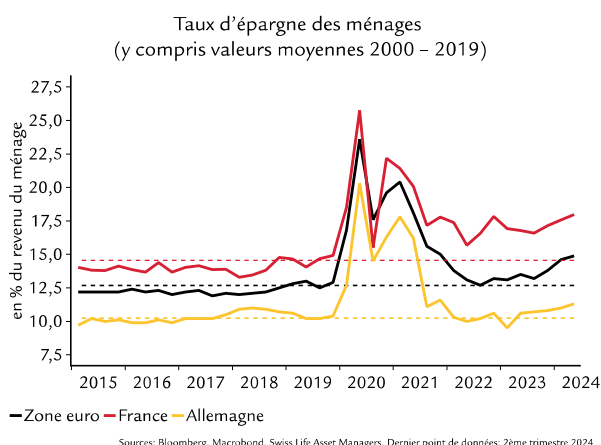
- Etats-Unis : la dynamique économique reste solide, mais l'emploi multiplie les signaux de faiblesse
- Europe : une reprise plus lente de la consommation privée comme explication du faible élan
- Chine : le plan de relance ne dope pas les dépenses, mais limite les risques à la baisse

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2024		Croissance du PIB 2025		Inflation 2024		Inflation 2025	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,7% ↑	2,6% ↑	1,7% ↑	1,8% ↑	2,9%	2,9% ↓	2,1%	2,2%
Zone euro	0,8% ↑	0,7%	1,1% ↑	1,2% ↓	2,4%	2,3% ↓	1,9% ↓	1,9% ↓
Allemagne	-0,1% ↓	0,0%	0,9% ↓	0,7% ↓	2,3% ↑	2,3%	1,9%	1,9% ↓
France	1,2%	1,1%	1,0%	1,0% ↓	2,0% ↓	2,2% ↓	1,1% ↓	1,6% ↓
Italie	0,7% ↓	0,8%	0,8%	0,9%	1,0%	1,2%	1,7% ↓	1,7% ↓
Espagne	3,0% ↑	2,7% ↑	1,8% ↑	2,0%	2,7% ↓	2,9% ↓	1,8% ↓	2,0% ↓
Royaume-Uni	0,9% ↓	1,0%	1,0%	1,3% ↑	2,5%	2,6%	2,1%	2,3% ↓
Suisse	1,4%	1,4%	1,2% ↑	1,5%	1,1%	1,2%	0,4% ↓	0,9% ↓
Japon	-0,2%	0,0%	0,9%	1,2%	2,5%	2,6% ↑	1,5%	2,1%
Chine	4,8% ↑	4,8%	4,5% ↑	4,4%	0,4%	0,5%	1,8%	1,2% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 10 octobre 2024

Graphique du mois



En début d'année, une des hypothèses centrales de notre scénario de référence était la fin de la crise du pouvoir d'achat en Europe. Effectivement, les salaires réels progressent pour la première fois depuis 2021. Interrogés, les ménages ont confirmé l'amélioration de leur situation financière. Malgré cela, la consommation peine à décoller. A lire le taux d'épargne, les ménages mettent bien plus de côté que la moyenne depuis 2020. En France, la différence entre le taux actuel et la moyenne à long terme correspond à environ 2,0% du PIB. Les doutes sur la sécurité de l'emploi et la hausse des taux d'intérêt expliquent probablement cette forte propension à l'épargne.

Etats-Unis Solidité, mais...

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,7%	2024 : 2,6%
2025 : 1,7%	2025 : 1,8%

Au 3^e trimestre, la croissance du PIB inscrite à 0,7% a été supérieure à la prévision. La consommation en particulier est restée solide. La révision rétrospective de la comptabilité nationale expose, depuis la pandémie, un taux d'épargne plus élevé et une disparition plus lente de l'épargne excédentaire. Les ménages américains continuent donc d'afficher une bonne santé économique. Toutefois, ils sont de plus en plus nombreux à concéder qu'il est plus difficile de trouver un emploi. Le coup de froid sur le marché du travail américain se reflète également dans les enquêtes auprès des entreprises. Au sein du PMI, l'indice de l'emploi en octobre reste inférieur à la marque des 50 points, tant dans le tertiaire que dans le secondaire. Abstraction faite de ces enquêtes, interpréter les chiffres du marché du travail est complexe en raison de divers facteurs qui biaisent la lecture. Par exemple, le nombre de postes créés en lien avec l'élection présidentielle est nettement supérieur à celui des précédentes années électorales. De plus, le passage de l'ouragan Beryl a créé des emplois dans la construction pour réparer les dégâts. Ainsi, les solides chiffres de l'emploi en septembre – forte hausse des embauches et léger repli du taux de chômage à 4,1% – traduisaient une distorsion à la hausse. En octobre, en revanche, les ouragans Helene et Milton ainsi que diverses grèves ont pénalisé le marché du travail.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,9%	2024 : 2,9%
2025 : 2,1%	2025 : 2,2%

En septembre, les prix des logements ont moins augmenté que prévu. L'évolution des prix des denrées alimentaires, des biens de consommation de base et des services (hors logements) a livré une mauvaise surprise à la hausse. L'inflation sous-jacente passe donc de 3,2% à 3,3%, ce qui n'empêchera pas la Fed de desserrer un peu plus la vis des taux. Par ailleurs, le PMI des services en octobre traduit une pression en reflux sur les prix des services.

Zone euro Le rebond a du retard

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,8%	2024 : 0,7%
2025 : 1,1%	2025 : 1,2%

Au 3^e trimestre, le PIB de la zone euro a progressé davantage que prévu, signant +0,4% par rapport au trimestre précédent. Cependant, la dynamique de croissance reste hétérogène dans la région. L'Allemagne, l'Espagne et la France ont livré de bonnes surprises, à l'inverse de la croissance italienne qui a déçu nos prévisions. Les informations détaillées ne sont pas encore disponibles, mais le rebond attendu de la consommation des ménages ne devrait se manifester que timidement. En raison des salaires réels repartis à la hausse, nous avons tablé sur une augmentation des dépenses des ménages aux 3^e et 4^e trimestres. Or, ce rebond semble moins prononcé que prévu, car le taux d'épargne en zone euro ne cesse d'augmenter (voir graphique du mois). Certes, cela pourrait entraîner davantage de dépenses si l'incertitude reflue, mais ce n'est pas la lecture que l'on peut faire des enquêtes actuelles. Le marché du travail se contracte légèrement, faisant grandir la crainte du chômage. En Allemagne, elle fait même l'effet d'un épouvantail. En France comme en Allemagne, les sous-composantes de l'emploi dans les indices des directeurs d'achat font état d'un recul des embauches. Certes, en termes nominaux, le patrimoine net est supérieur à son niveau pré-covid, mais corrigé de l'inflation, il lui reste inférieur. Néanmoins, nous prévoyons une croissance du PIB légèrement plus élevée en 2025 qu'en 2024 pour la zone euro.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,4%	2024 : 2,3%
2025 : 1,9%	2025 : 1,9%

En octobre, et comme prévu, la BCE a abaissé une fois de plus son taux directeur de 25 points de base, annonçant poursuivre sa trajectoire progressive d'assouplissement. En septembre, l'inflation globale dans la zone euro a glissé sous 2%, comme prévu, et s'établit à 1,7%. La sous-jacente ressort inchangée à 2,7%. L'évolution des prix des services en septembre, en nette baisse par rapport au mois précédent, est encourageante.

Allemagne Des lumignons d'espoir

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : -0,1%	2024 : 0,0%
2025 : 0,9%	2025 : 0,7%

Au 3^e trimestre, l'économie a progressé de 0,2%, après un repli révisé à la baisse de 0,3% au deuxième. Les détails ne sont pas encore connus, mais l'office allemand des statistiques précise que la consommation privée comme la dépense publique affichent des contributions positives. Les ventes au détail ont également signé de légères hausses en juillet et en août. Comme l'illustre le graphique du mois, le taux d'épargne augmente tout de même aussi en Allemagne. Les ménages indiquent vouloir même épargner davantage au cours des 12 prochains mois. Une situation à mettre en lien avec l'incertitude conjoncturelle croissante, notamment quant à la trajectoire de l'emploi. Il faut donc s'attendre à une consommation qui demeure quelque peu contenue. Il n'empêche que les résultats des enquêtes auprès des entreprises industrielles s'améliorent légèrement en octobre, une première depuis mai. Mais le pessimisme règne. Autre première, depuis 2022 cette fois, les banques indiquent que les conditions d'octroi de crédit aux entreprises se sont assouplies et que la demande repart à la hausse. Les nouvelles baisses de taux de la BCE devraient porter cette dynamique. Nous maintenons notre point de vue. Primo, l'assouplissement monétaire combiné à la hausse des salaires réels va stimuler la conjoncture. Secundo, l'Allemagne semble pour l'heure anticiper des trimestres hivernaux difficiles.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,3%	2024 : 2,3%
2025 : 1,9%	2025 : 1,9%

En recul depuis mai, l'inflation globale a augmenté en octobre, mais principalement en raison d'effets de base. Dans l'ensemble, les signes d'un repli de la pression inflationniste dans le secteur tertiaire se multiplient également. Ainsi, le PMI des prix de vente des prestataires est parfaitement identique à son niveau pré-covid. En outre, la pression salariale devrait lentement décroître, car la situation se détend sur le front de la main-d'œuvre pour les sociétés de services.

France L'épargne de la peur

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,2%	2024 : 1,1%
2025 : 1,0%	2025 : 1,0%

En première page, nous décrivons la réticence à consommer des ménages français au moyen de la hausse du taux d'épargne. Or, il est intéressant de noter que les consommateurs hexagonaux font état jusqu'à présent d'une amélioration continue de leurs finances personnelles, selon l'enquête mensuelle de l'Insee. Par conséquent, un nombre croissant de ménages indique que la possibilité d'effectuer des achats importants s'est améliorée. Mais ces paroles ne sont pas suivies d'effet : la consommation privée stagne en comparaison annuelle. A nouveau, l'enquête sur le moral des ménages peut livrer une explication. Les personnes interrogées dans ce cadre font part de leur inquiétude croissante quant à la sécurité de leur emploi. Une seconde explication de la plus grande propension à épargner dans l'ensemble de la zone euro est particulièrement évidente pour l'Hexagone. Le livret A, compte d'épargne préféré des Français et entièrement défiscalisé, est actuellement rémunéré à 3%, après avoir atteint un plancher de 0,5% en 2020 et 2021. Avec un taux d'inflation actuellement inscrit à 1,1%, la rémunération réelle est intéressante. Par ailleurs, la croissance économique va être freinée par des mesures de consolidation budgétaire au cours des trimestres à venir. Nous continuons de prévoir une trajectoire de croissance de l'économie tricolore en deçà de son potentiel.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,0%	2024 : 2,2%
2025 : 1,1%	2025 : 1,6%

La désinflation s'est poursuivie en septembre. Le taux d'inflation ressort à 1,1%, un niveau inédit depuis mars 2021. Les prévisions d'inflation à long terme sur le marché des obligations d'Etat indexées sur l'inflation se sont à nouveau stabilisées sous les 2%. La trajectoire de croissance inférieure à son potentiel est synonyme de sous-utilisation des capacités et de nouvelle baisse de la pression inflationniste. Ainsi, la politique monétaire restrictive de la BCE n'est plus appropriée pour l'Hexagone.

Italie

L'affaiblissement

Au 3^e trimestre, l'économie italienne a stagné après avoir gagné 0,2% lors du 2^e trimestre. Des indicateurs de tendance avancés laissent également entrevoir un 4^e trimestre en demi-teinte. En octobre, le climat général des affaires est tombé à un nouveau plus bas en trois ans. Une contre-performance principalement imputable au net repli du secteur tertiaire. Toutefois, ce recul n'est qu'une inversion de l'amélioration enregistrée ces deux derniers mois. La confiance dans le secteur des services demeure supérieure à sa moyenne à long terme. En revanche, celle de l'industrie manufacturière reste très timide et enregistre à nouveau un léger repli sur le mois. Une donnée qui coïncide avec les chiffres de la production industrielle, qui reste clouée au sol. L'embellie dans le secteur de la construction se poursuit, et l'heure y est à l'optimisme. Nous estimons que l'économie italienne – au 4^e trimestre comme en 2025 – va afficher une croissance moyenne légèrement positive.

Espagne

La locomotive de l'Europe

Inscrite à 0,8% au 3^e trimestre, la croissance économique espagnole est une fois de plus solide et nettement supérieure à celle de l'ensemble de la zone euro. La situation continue de s'améliorer sur le marché du travail également. Selon l'institut espagnol des statistiques INE, le taux de chômage s'inscrit à 11,2% sur la période. A l'échelle de la zone euro également, le nombre de demandeurs d'emploi recule. Cette dynamique est toutefois à mettre au crédit de deux pays, à savoir l'Espagne et l'Italie, alors que le taux de chômage augmente en Allemagne et stagne en France. Dans la première économie de l'UEM, il ressort à 6,1%. Certes, c'est bien inférieur à celui de l'Espagne, mais la dynamique du marché du travail espagnol est encourageante. Le taux de chômage est en baisse toutes classes d'âges confondues. Il recule légèrement même chez les jeunes, même s'il reste toujours élevé. Toutefois, la fin de la saison touristique dans les mois à venir devrait exercer une légère pression haussière sur le chômage de l'autre côté des Pyrénées.

Suisse

Des données désaccordées

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,4%	2024 : 1,4%
2025 : 1,2%	2025 : 1,5%

Interpréter les données disponibles quant à la conjoncture en Suisse relève de la gageure. En surface, les données relatives à la croissance du produit intérieur brut au premier semestre indiquent que l'économie est en bonne santé. Des données à rebours des faiblesses persistantes des PMI. Celui de l'industrie en particulier se situe en territoire négatif de manière ininterrompue depuis janvier 2023. Mais même le secteur secondaire, fortement sous pression, envoie des signaux divergents. Une enquête du Centre de recherches conjoncturelles KOF de l'EPF de Zurich révèle une tendance positive côté commandes, alors qu'un sondage comparable de l'organisation professionnelle de l'industrie MEM brosse un portrait bien plus sombre. En revanche, les données du marché du travail sont unanimes : le taux de chômage ne cesse de croître depuis mai 2023. Le passage d'une politique monétaire restrictive à accommodante de la part de la BNS stimule l'économie au bon moment. De plus, nous devrions bientôt voir les bénéfices de la fin de la crise du pouvoir d'achat en Europe. Pour l'heure, nos prévisions n'intègrent pas une possible hausse de la demande en raison du plan de relance chinois.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,1%	2024 : 1,2%
2025 : 0,4%	2025 : 0,9%

Le recul des prix de l'énergie a amené une nouvelle révision à la baisse de la prévision d'inflation pour 2025. Notre estimation reste la plus basse de toutes celles intégrant le consensus. Néanmoins, les risques sont actuellement orientés uniquement à la baisse : une nouvelle réduction de taux de la part de la BNS en décembre ferait baisser les loyers à la mi-2025 via le mécanisme du taux d'intérêt hypothécaire de référence fixé par l'administration.

Royaume-Uni

Un ralentissement en douceur

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,9%	2024 : 1,0%
2025 : 1,0%	2025 : 1,3%

Le marché britannique de l'emploi se porte étonnamment bien. De juin à août, le taux de chômage a ainsi diminué et s'inscrit désormais à 4%, soit son niveau d'octobre 2023. La croissance des salaires est également en repli. Autant de facteurs qui devraient donner à la Banque d'Angleterre (BoE) une marge de manœuvre supplémentaire pour continuer à baisser les taux. En effet, l'économie ralentit légèrement après une croissance plus forte que prévu au 1^{er} semestre. La croissance mensuelle du PIB a été de 0,2% en août par rapport au mois précédent, soit une légère amélioration comparée à juin et juillet, où la croissance avait stagné. En août, l'industrie et le secteur de la construction ont également récupéré de leurs temps faibles du début de trimestre. En revanche, le tertiaire a cédé un peu de terrain avant la rentrée. La croissance positive des services aux consommateurs en août, en ligne avec les ventes au détail pour le mois, invite à l'optimisme. Les premiers indicateurs avancés pour octobre laissent entrevoir un léger repli. Les PMI dans le secondaire comme dans le tertiaire reculent légèrement en octobre, mais restent ancrés au-delà des 50 points. La politique fiscale et le budget d'automne, encore inconnu à la clôture de la rédaction, continuent de cristalliser l'attention.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,5%	2024 : 2,6%
2025 : 2,1%	2025 : 2,3%

L'inflation ressort moins élevée que prévu en septembre. A 1,7%, elle glisse sous 2% pour la première fois depuis avril 2021. La baisse des prix des biens de consommation de base explique en grande partie ce repli. Le recul encore plus net de l'inflation des services, très tenace ces derniers mois, y a aussi contribué.

Chine

Le paquet fiscal limite le risque

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 4,8%	2024 : 4,8%
2025 : 4,5%	2025 : 4,4%

Après une hausse du PIB de 4,6% au 3^e trimestre, plus élevée que prévu, nous avons relevé notre prévision de croissance pour 2024 de 10 points de base, à 4,8%. Ce faisant, la plage inférieure de l'objectif de croissance « d'environ 5% » est atteinte. Certes, les mesures conjoncturelles annoncées par Pékin pour dynamiser l'économie affaiblie par la crise immobilière sont à saluer. Cependant, il ne faut pas s'attendre à une envolée des dépenses. Contrairement à ce qui se produisait par le passé, les mesures ne ciblent pas des projets d'infrastructure qui alimentaient directement les investissements et la croissance. Il ne s'agit pas non plus d'un généreux plan de consommation qui amènerait les ménages à délier allègrement les cordons de leur bourse. De plus, ces mesures sont limitées : les analystes tablent sur un paquet fiscal d'environ 2,5% du PIB, bien inférieur à celui ayant suivi la crise financière, qui correspondait à 12,5% du PIB. Ces mesures visent à améliorer la courroie de transmission de la politique budgétaire et monétaire. Pour ce faire, les bilans des gouvernements locaux et des principales banques vont être renforcés, en vue d'en augmenter l'efficacité sur le marché immobilier. L'acquisition de projets immobiliers invendus ou la mise à disposition de liquidités pour l'achèvement de réalisations en seront deux instruments. Fluidifier cette transmission permettra de réduire considérablement les risques à la baisse pour l'économie chinoise.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,4%	2024 : 0,5%
2025 : 1,8%	2025 : 1,2%

L'inflation a encore reculé en Chine, passant de 0,6% en août à 0,4% en septembre. L'inflation sous-jacente est tout juste positive, à 0,1%. Le déflateur du PIB – une mesure des variations des prix de l'ensemble des nouveaux produits et services créés par l'économie nationale – est négatif pour le sixième trimestre de rang. C'est le motif clé derrière les mesures conjoncturelles annoncées.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
✕ @MarcBruetsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com



Rita Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@swisslife-am.com



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2023

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par le Département Macroeconomic Research, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, F-75001 Paris à ses clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln ; Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norvège** : la présente publication est distribuée en Norvège par Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo. **Italie** : la présente publication est distribuée en Italie par Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milano. **Danemark** : la présente publication est distribuée au Danemark par Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.